Le pouvoir de la finance

André Orléan, Editions Odile Jacob, Paris, 1999.

François Chesnais

André Orléan m'a envoyé son livre accompagné d'un mot où il me dit qu'il s'agit « d'une approche hétérodoxe de la finance qui devrait t'intéresser ». L'approche a fait plus que m'intéresser, elle m'a passionné, car ici l'hétérodoxie retrouve ses origines critiques. André Orléan nous offre un livre qui marque une étape importante dans la recherche contemporaine sur la nature de la finance. Son travail viendra également nourrir les discussions sur les fondements et la viabilité du régime d'accumulation contemporain. Celui-ci est désigné comme un régime dont « *le gouvernement d'entreprise forme le noyau dur, (…) un régime 'financiarisé'* » (page 214). Pour André Orléan, « *les économies contemporaines ont pour caractéristiques centrales d'avoir porté le pouvoir financier à un niveau jamais atteint et de l'avoir placé au centre même de leur régime d'accumulation* ». Elles l'ont fait en donnant à la finance les moyens de se transformer en « *un pouvoir autonome* », moyennant l'appui que les gouvernements ont apporté à l'essor des marchés secondaires de titres, les « marchés financiers », qui garantissent la *liquidité* aux investisseurs financiers.

Le cœur du livre d'Orléan porte sur le fonctionnement de ces marchés et sur les conditions dans lesquelles ceux-ci assurent aux possesseurs de titres la possibilité de vendre, rendre « liquide » leurs créances et récupérer à tout moment la liberté de leurs placements . L'analyse conduit André Orléan à la conclusion que *« la forme 'marché financier' n'est pas une forme neutre. La liquidité exprime la volonté d'autonomie et de domination de la finance. Elle est le produit de puissants intérêts. Elle répond à des finalités spécifiques qui ne recouvrent qu'imparfaitement celles poursuivies par les gestionnaires du capital productif. Elle a des conséquences macroéconomiques générales sur les rapports de force qui traversent la société marchande, tout particulièrement sur le rapport entre créanciers et débiteurs comme sur celui qui opposent finance et industrie* » (op. cit. page 49). Ce sont là des propos qu'il est peu courant de lire par les temps qui courent. Ils nous éloignent, on le comprend, des variantes d'hétérodoxies peu enclines à analyser les rapports de domination qui structurent le capitalisme. De même, il faut accorder leur juste valeur aux prolongements politiques qu'André Orléan donne à son travail avec sa réflexion vers la fin du livre à propos de « l'individualisme patrimonial ». Il est rare d'entendre des économistes reconnaître qu'on « *assiste à un dépérissement de la solidarité citoyenne au profit d'une dépendance aux autres, toujours plus abstraite et anonyme, sous l'égide des marchés* (où) *l'individu se définit* (ou plutôt est défini par ceux-ci ?) *comme un propriétaire de droits-titres dont il lui faut défendre la valeur*» (page 244). C'est pourtant cette idée du lien social dont l'avènement serait hâté par l'extension des stock-options et des autres variantes de « l'épargne salariale ».

Plus l'intérêt et la qualité d'un livre sont grands, plus il invite la discussion. Ici nous avons affaire à un travail particulièrement stimulant en ce qu'il permet une lecture à partir de postulats théoriques qui ne sont pas exclusivement ceux de l'auteur. Point besoins d'adhérer à la théorie des conventions pour trouver un foisonnement d'idées qui peuvent venir s'intégrer et même porter appui à des approches théoriques autres. Après avoir exposé sa thèse en en montrant tout l'apport du point de vue d'une théorie de

l'autonomie de la finance dont j'ai tiré les fils conducteurs chez Marx, je vais soutenir qu'André Orléan se laisse prendre au piège de la liquidité et finit par donner à la notion d'autonomie un contenu trop fort, presque absolu. Pour avoir hésité aussi sur cette question[1], je pense que l'autonomie de la finance se situe dans des *limites plus étroites* par rapport à la capacité de la production capitaliste de créer effectivement de la valeur et de la plus value (ou surplus), c'est-à-dire des richesses au sens de la théorie classique (Smith, Ricardo, Marx), qu'Orléan ne semble le suggérer par moment. Son analyse des « *conséquences macro-économiques générales* » du pouvoir de la finance n'inclut pas, pour l'heure, d'indications suffisantes de la manière dont celles-ci se dressent contre la croissance, conduisant tôt ou tard à des situations où les données économiques fondamentales finissent par faire irruption dans l'enceinte close du marché autoréférentiel, à mettre à mal les conventions régnantes jusqu'à y provoquer les crises de confiance, voire les paniques qui déclencheront le retournement total du marché.

D'autre part, si le régime d'accumulation actuel est effectivement dominé par les investisseurs institutionnels (la figure contemporaine du capital rentier), il a *aussi* pour assise la libéralisation et la déréglementation des *échanges* et partant celles du cadre d'action des FMN. Ce régime ne résulte pas seulement de la libéralisation et de la déréglementation des marchés financiers. Le régime d'accumulation actuel est seulement à *dominante* financière. Il est également *mondialisé*. Les facteurs de différentiation et de hiérarchisation entre pays et continents sont plus décisifs que jamais, mais ils se combinent maintenant avec les relations extérieures très contraignantes auxquelles les pays sont soumis. Ces relations nouvelles sont connues sous les termes non triviaux de « globalisation » ou de «mondialisation », chaque pays et chaque gouvernement étant *sommé de les internaliser*. André Orléan reconnaît implicitement la mondialisation dans ses dimensions systémiques et semble annoncer à plusieurs reprises son intention de la traiter [2], mais sur ce plan il ne pousse pas son analyse très loin. Pris ensemble, la libéralisation et la déréglementation des échanges et de la finance ont engendrés des contradictions très fortes qui ont commencé à se manifester d'abord dans les pays du Sud, puisque c'est là que la fragilité financière systémique est la plus forte. Ce n'est pas le hasard que ce soit au Mexique et en Asie qu'ont eu lieu les crises qui ont le mieux illustré, jusqu'à présent, les conditions politiques, sociales et financières très particulières qui sont nécessaires pour l'existence de marchés secondaires de titres, garantissant aux « puissants intérêts » la liquidité complète dont ils tirent leur « autonomie ». Pour finir je dirai ma perplexité à propos des remarques faites en conclusion du livre sur les fonds de pension syndicaux.

La théorie de l'autonomie de la finance

La notion « d'autonomie de la finance » n'appartient pas au corpus théorique reconnu de l'économie, qu'il soit *mainstream*, régulationniste ou même, paradoxalement, marxiste, pour des raisons que j'expliquerai plus loin. Il paraît donc indispensable d'en préciser le sens tout de suite, au moins tel que je le comprends. L'expression ne signifie

[1] En 1994, je concluais la première édition de *La mondialisation du capital*, Editions Syros, 1994, en disant qu'on se trouve « *face à une réaffirmation par le capital argent de son autonomie totale face au capital industriel et à l'émergence d'une situation où c'est le mouvement propre de cette fraction du capital qui tend à imprimer sa marque sur l'ensemble des opérations du capitalisme contemporain* » (page 265).

[2] C'est le cas par exemple lorsqu'il dit qu'il veut placer au cœur de sa réflexion, « *l'instabilité intrinsèque des mouvements de capitaux dans un univers globalisé et libéralisé, où domine la liquidité financière*» (page 186). Mais il ne mène pas vraiment cette analyse à son terme.

pas que la finance se situerait hors des mécanismes de la production, de l'échange et de la répartition, qu'elle échapperait aux contraintes et contradictions dont la sphère « réelle » est le terrain immédiat. Elle désigne deux caractères qui sont la particularité et le privilège de la finance en condition de fonctionnement « normal » du capitalisme[3].

La première dimension de « l'autonomie » est le pouvoir que les détenteurs et les gestionnaires de patrimoines financiers acquièrent sur la base de certaines institutions propres à la finance (celles qu'André Orléan étudie), de se dresser face au capital engagé dans la production et donc également face au travail, *pour exiger et imposer une participation à la répartition qui est légitimée par la seule possession patrimoniale, et dont les bénéficiaires fixent les termes eux-mêmes*. La seconde dimension de « l'autonomie de la finance » est son aptitude à vivre (aussi longtemps qu'il n'y a pas krach ou dysfonctionnement sérieux des marchés financiers) dans un *univers cloisonné, protégé et auto-organisé*, propice à l'éclosion de toutes les magies, illusions et conceptions fétiches auxquelles des spécialistes médusés et inquiets ont donné le nom de « finance virtuelle» (Bourguinat, 1995). L'autonomie dont la finance jouit sur ce plan (de façon nécessairement passagère), repose sur des mécanismes internes de fixation des prix des titres propres aux marchés financiers. Ces mécanismes, qui sont endogènes à la liquidité, ont pour effet d'augmenter la valeur nominale des actifs ou créances en vertu de la seule volonté du marché, en dehors de tout lien avec l'état véritable des indicateurs « fondamentaux ». C'est à cette seconde dimension de l'autonomie de la finance qu'André Orléan s'intéresse tout particulièrement. C'est elle qui sous-tend les poussées « d'exubérance irrationnelle » tant déplorée par ceux auxquels il sera demandé (comme le président de la FED) de venir au secours des titulaires de créances le jour où la valeur nominale et parfaitement fictive des titres s'effondrera.

L'autonomie de la finance est donc simultanément une pesante réalité et une apparence (Marx dit qu'elle représente le degré suprême qu'atteint le fétichisme engendré par le mode de production capitaliste[4]). D'un côté, la finance pour prospérer doit organiser des flux continus de transfert de richesses à partir de la production ; de l'autre, sa prétention à opérer en vase clos et à fixer elle-même le prix des créances détenues est mise à mal périodiquement aux cours de crises qui représentent des irruptions de la réalité de la production, de la répartition et de la commercialisation effective dans l'enceinte fermée des marchés. Les deux dimensions sont présentes dans le travail d'André Orléan. Mais elles le sont de façon inégale, cette inégalité de traitement étant à mon sens l'une des principales sources de vulnérabilité de l'analyse dans son état actuel. La première dimension est reconnue lorsqu'il nous dit, par exemple, que « *le taux de l'intérêt est la variable synthétique qui exprime l'intensité de ce rapport de forces et, par conséquent, la capacité du pouvoir créancier à s'approprier par ce biais une partie de la richesse créée par les entreprises et les salariés.*» (page 194) [5].La seconde est traitée longuement

[3] Par là j'entends une situation où le capitalisme s'est libéré de rapports sociaux et d'institutions qui le corsètent comme il en a connu entre la sortie de la Seconde guerre mondiale et la « révolution conservatrice » des années quatre-vingt, et où il n'a pas encore été touché, comme après 1929, par des krachs boursiers ou autres disfonctionnements sérieux des marchés financiers.

[4] Voir le Capital, livre III, début du chapitre XXIV, où Marx étudie le « capital porteur d'intérêt », qui se valorise par « la voie raccourcie A-A', forme la plus extérieure, la plus fétichisée du rapport capitaliste (…) où nous avons de l'argent produisant de l'argent, une valeur se mettant en valeur elle-même ».

[5] Orléan nous fournit quelques données qui permettent de mesurer en gros ce partage au cours de la dernière décennie, voir pages 222-225.

dans le cadre de l'analyse de la liquidité et des mécanismes conduisant à « l'évaluation autoréférentielle » des marchés, qui est faite dans les chapitres II et III notamment.

La notion d'autonomie de la finance dans l'histoire de la pensée économique

L'autonomie de la finance ayant été analysée par très peu d'auteurs, il paraît indispensable de situer le livre d'Orléan dans l'histoire de la pensée économique. C'est évidemment chez Keynes qu'on trouve la première analyse poussée de l'institution très particulière qu'est le marché boursier et de la manière dont il permet aux investisseurs financiers de ne pas avoir à donner un caractère irrévocable à leurs décisions de « mettre de l'argent dans les affaires ». André Orléan ne cache pas sa dette envers Keynes, ainsi que l'immense admiration qu'il a pour lui. Il explique minutieusement tout ce qu'il a puisé dans la Théorie générale, notamment dans le chapitre 12. Mais la relation d'Orléan à Keynes n'est pas celle du commentaire par le disciple de la pensée du maître. Elle est de l'ordre de la création théorique. Le terme liquidité au sens du livre d'Orléan, est employé par Keynes dans le chapitre 12 et aussi longuement dans le chapitre 17. Mais c'est le chapitre qui traite de la « préférence pour la liquidité » en relation avec la question de la vitesse de circulation de la monnaie, qui a été de loin le plus commenté. En l'arrimant fermement la liquidité à l'analyse du marché boursier et des mécanismes de formation des évaluations de la valeur des titres du chapitre 12, Orléan nous ouvre la voie à une compréhension nouvelle de ce pan sous-estimé sinon méconnu de la Théorie générale. Orléan prend l'ensemble des observations, souvent de simples intuitions, de Keynes sur les marchés financiers et les développe systématiquement. Orléan nous en « révèle » la portée. C'est d'un œil nouveau que nous ouvrirons les chapitres 12 et 17, de même que c'est d'une façon nouvelle que nous verrons les marchés secondaires de titres.

Si on trouve chez Keynes une analyse poussée des comportements sur les marchés boursiers, on ne trouve pas de théorie de l'autonomie de la finance. Celle-ci est absente de la Théorie générale, ou tout au plus en latence. Avant le livre d'Orléan, la seule présentation d'une théorie de « l'autonomie de la finance », c'est-à-dire de la finance se dressant comme une force « indépendante» face aux autres acteurs du processus économique et donc face à la société prise comme telle, se trouve chez Marx. Dans des passages très peu étudiés du livre II et surtout du livre III du Capital [6], celui-ci étudie la façon dont après une phase transitoire où la finance a été subordonnée au capital industriel productif et à ses besoins exclusifs, elle se reconstitue comme force autonome. Ceci se produit au moment où « *une partie du profit brut se cristallise et devient autonome sous forme d'intérêt* ». Dès lors, « *la classe des capitalistes financiers s'oppose au capitaliste industriel comme une catégorie particulière de capitalistes, le capital financier comme une sorte de capital autonome et enfin l'intérêt comme la forme indépendante de la plus value qui correspond à ce capital spécifique. Du point de vue <u>qualitatif</u>* (souligné dans l'original), *l'intérêt est de la plus-value obtenue par la*

[6] Cette méconnaissance a pour origine, une lecture « productiviste » du Capital, dominé par une préoccupation pour le « développement des forces productives », associé à l'accumulation du capital « réel » et de l'expansion du salariat dont le capitalisme serait porteur de toute éternité. Elle a pour corollaire la relégation au second rang (sinon le refus complet de prise en compte) de l'accumulation financière, source d'un parasitisme qui ne fonde aucune perspective de « progrès ». Elle a conduit l'écrasante majorité des marxistes, à faire l'impasse à peu près complètement sur la partie du livre III où est exposée la théorie de « autonomie de la finance », avec une formulation des deux dimensions que je viens de rappeler, la première sous une forme complètement achevée, la seconde sous la forme de notes autour de la notion du « *capital fictif* ».

simple possession du capital (…) bien que son possesseur reste en dehors du procès de production ; l'intérêt est donc produit par du capital retranché de son procès » (Capital, III, chap. XXIII, page 39 et page 40).

Ce sont des éléments importants d'une problématique contemporaine du « *capital autonome, du capital retranché de son procès* » qu'André Orléan nous offre dans son livre. Marx a entrepris de développer cette problématique dans une phase encore initiale de l'accumulation financière « autonome ». Orléan construisant sur Keynes, prend le relais à un moment où celle-ci a pris une dimension immense [7]. Au moment où Marx écrit, les marchés secondaires de titre, y compris le marché boursier, n'étaient pas encore très développés, même à Londres. C'est sous la forme du prêt et de l'intérêt (dont le taux cependant est déjà déterminé de façon autonome par rapport au taux de profit) que le pouvoir de la finance se manifeste principalement. Orléan est confronté comme nous à des marchés secondaires de titres, notamment d'actions, très développés et c'est sur les particularités de leur fonctionnement qu'il se penche pour nous livrer la théorie moderne de l'autonomie et du pouvoir de la finance.

La liquidité comme base de l'autonomie

C'est sous la forme de la société par actions dont les titres sont négociables, que la « *scission entre la propriété et la gestion du capital* » (Keynes) ou la « *propriété de capital <u>extérieure</u> au procès de production* » (Marx) prend toute son ampleur. A leur tour, ce sont la liquidité, au sens où Orléan nous invite à utiliser ce terme, et les marchés financiers qui lui servent de support, qui autorisent cette « propriété extérieure » à prétendre dicter ses termes à ceux qui sont engagés dans la production. Sans la liquidité permise par les marchés, « l'autonomie » de la finance », et son pouvoir n'auraient pas pu prendre les proportions que nous connaissons aujourd'hui. Telle est la thèse centrale du « *Pouvoir de la finance* ».

Examinons-là de plus près. Pour que la finance puisse s'ériger comme une force « autonome », capable de se placer en situation de « surplomb » par rapport à la société et de considérer qu'elle serait en droit de régir le mouvement économique d'ensemble, une condition préalable doit avoir été satisfaite. Il faut que les détenteurs d'actifs financiers disposent d'une institution qui leur permette de (re)transformer ces créances en argent (largo sensu). Ces actifs, qui sont tout bonnement des créances sur l'activité économique future acquises en vertu du seul fait de posséder de l'argent (un « patrimoine » mobilier « liquide »), peuvent prendre la forme soit de titres de la dette publique bénéficiant de la garantie d'un Etat (la valeur de cette garantie étant elle-même l'objet de « notations » qui séparent les différents pays), soit d'obligations privées dont la garantie est déjà plus aléatoire, soit enfin d'actions dont le rendement futur relève du pari puisqu'il dépend à peu près totalement de l'évolution de l'économie.

La transformation de titres immobilisés en argent doit pouvoir se faire instantanément ou tout au moins à très court délai, dans des conditions où le vendeur n'est pas seulement assuré de trouver un acheteur mais aussi de vendre ses titres sans avoir à en négocier les conditions. En effet, la transaction peut être réalisée de façon presque

[7] La formation d'un « capital financier » au sens de Hilferding, issu de différentes modalités de fusion entre le capital industriel et le capital argent, notamment bancaire, n'efface pas la nécessité d'appréhender la dualité du capital, sa division « *en propriété de capital <u>extérieure</u> au procès de production (…) et en capital <u>engagé</u> dans la production, capital en mouvement* » (*ibid*. page 41, souligné dans l'original).

instantanée, parce qu'elle se fait à un prix déterminé par le « marché » (la cotation boursière ou obligataire) que l'acheteur et le vendeur acceptent d'avance et ne vont pas songer à discuter. S'agissant du cas spécifique de la possession d'actions, Orléan explique : *« Il s'agit de transformer ce qui n'est qu'un pari personnel sur des dividendes futurs en une richesse immédiate* ***hic et nunc****. Pour ce faire, il faut transformer les évaluations individuelles et subjectives en un prix accepté par tous. Autrement dit, la liquidité impose que soit produite une évaluation de référence qui dise à tous les financiers le prix auquel le titre peut être échangé. La structure sociale qui permet l'obtention d'un tel résultat est le marché financier* ». Pour les investisseurs, il est déterminant que le prix des actions dont la vente leur permettra de retrouver la liquidité complète sous la forme argent, soit fixé par le jeu d'un mécanisme « objectif » qui possède le statut d'instance extérieure à chaque investisseur financier individuel dont les décisions ne seront jamais discutées. C'est la fonction de la cotation. « *Annoncé publiquement, le cours a valeur de norme : c'est le prix auquel le marché accepte de vendre et d'acheter le titre considéré, au moment considéré. C'est ainsi que le titre est rendu liquide. Le marché financier, parce qu'il institue l'opinion collective comme norme de référence, produit une évaluation du titre reconnue unanimement par la communauté financière* ». La liquidité n'est pas une propriété intrinsèque des titres. Il n'y a rien, en effet, qui soit « liquide » dans le capital qui est coté en bourse : « *lorsque les titres de propriété sont échangés, le capital, lui, ne change pas de place* ». Elle est, dit André Orléan « *un pur artefact* », plus encore, « *une transgression* ».[8]

Cet « artefact » est une construction complexe faite d'un ensemble de règles tant tacites que codifiées. Orléan nous précise qu'un marché financier ne saurait exister sans un travail très poussé de codifications institutionnelles qui spécifient les intervenants, leur responsabilité respective et les modalités précises de leur intervention, la périodicité des cotations, le degré de transparence des informations concernant l'identification des donneurs d'ordre, la répression des délits d'initiés, les règles d'établissement des cours et les caractéristiques en prix et en quantités des équilibres successifs. En revanche, Orléan ne nous dit rien ou presque de la genèse, de l'enracinement dans un petit nombre de pays et plus tard de la diffusion internationale de «l'innovation institutionnelle » qu'est le marché financier organisé[9]. Pas plus qu'il ne rappelle le rôle joué par les Etats

[8] Le recours à ce terme très fort, aux connotations morales, ne s'impose pas à moins d'établir une équation entre capitalisme et investissement dans une activité industrielle. Voyons Fernand Braudel : « « *Sans doute, au XIX° siècle, lorsqu'il se lance de façon spectaculaire dans l'immense nouveauté industrielle, le capitalisme paraît-il se spécialiser et l'histoire générale a tendance à présenter l'industrie comme l'aboutissement qui aurait donné au capitalisme son « vrai » visage. Est-ce si sûr ? Il me semble plutôt qu'après le premier boom du machinisme, le très haut capitalisme est revenu à l'éclectisme, à une sorte d'indivisibilité comme si l'avantage caractéristique de se trouver en ces points dominants était précisément, aujourd'hui comme au temps de Jacques Cœur, de ne pas avoir à s'enfermer dans un seul choix. D'être éminemment adaptable, donc non spécialisé* » (***Civilisation matérielle , économie et capitalisme, 2. Les jeux de l'échange***, Edition Références, Livre de Poche, page 448).

[9] Une mention, même brève, du processus historique de reconstitution de l'accumulation financière, aurait renforcé toute l'analyse. Orléan fournit quelques repères chiffrés de comparaison entre une période (milieu des années soixante-dix) où la finance n'était rien et celle où elle est devenue toute puissante. Mais il n'indique pas, même brièvement les causes, les étapes et les mécanismes de cette reconstitution d'une masse de capitaux qui ne cherchent pas à investir, mais à se placer. Il n'est pas indifférent que le processus ait eu comme point de départ le « reflux » vers le premier marché financier international de l'après-guerre de capitaux n'ayant plus trouvé à s'investir avec un taux de profit « suffisant » dans la production. Car ce sont bien les groupes industriels transnationaux américains qui ont commencé les premiers à nourrir l'accumulation financière dans le cadre du marché des euro-dollars. Voir le premier chapitre dans F. Chesnais, coord., *La mondialisation financière*, Editions Syros, 1996.

dans ce processus. Même si ce n'est pas le propos de son livre, quelques éléments sur ces points auraient corrigé l'impression qu'il donne à certains moments de nous parler d'une construction non pas historique mais sui generis.

Les marchés financiers ne sont pas une construction sui generis

L'accent mis sur les mécanismes endogènes de la liquidité paraît marqué, par moments, une certaine réticence à dire à quel point les marchés et la liberté exorbitante qu'ils donnent aux investisseurs, reposent *aussi* sur la puissance publique -- sur l'Etat dont le service de la dette publique et des fiscalités favorables à l'épargne viennent alimenter les marchés en ressources et sur la Banque centrale dans sa fonction de prêteur en dernier ressort, d'institutions intervenant pour défendre la liquidité à la place des investisseurs lorsque le marché entame une chute. A lire certaines pages des chapitres 1 et 2, on pourrait croire que la liquidité et le marché financier seraient dotés d'une sorte d'essence *sui generis*, ou encore qu'ils seraient un artefact social se suffisant à lui-même. Orléan semble tellement fasciné par son objet d'étude qu'il se laisse parfois emporté par sa fascination, mettant un accent si fort sur les conditions endogènes de la liquidité qu'il nous fait oublier ce qu'il a dit à la page 49, à savoir que la liquidité *« est le produit de puissants intérêts* » et ceux-ci lui procurent un appui exogène politique très fort. Une lecture attentive du livre dans son ensemble permet de corriger cette impression, mais le lecteur qui s'en tiendrait à certaines pages pourrait être tenté de penser que les marchés assurent la liquidité aux investisseurs sans être aidés par quiconque. Le fait que la liquidité repose en définitive sur le prêteur en dernier ressort est introduit dans l'analyse tardivement. Il faut attendre le chapitre 3 pour apprendre qu'alors qu'en principe « *la liquidité repose sur l'engagement tacite de la communauté financière à prendre en charge la totalité du capital* », il n'en survient pas moins des situations périodiques où « *le marché refuse de faire face à cet engagement* » et où la majorité des investisseurs sur lesquels cet engagement reposait « *cherche à se désengager du capital* », provoquant ainsi l'effondrement du marché (page 136). La nécessité de recourir à la « *garantie exogène de la puissance publique* » marque les limites de l'autonomie de la finance et montre que celle-ci « *ne puise pas sa force de son seul argent transformé en actions* », mais de ses relations avec l'Etat ainsi que l'ensemble des institutions qui assurent au capital un domination sociale aussi stable que possible. Cette garantie exogène a évidemment fonctionné en octobre 1887 lors du début de krach à Wall Street. Mais son rôle a été réaffirmé au travers du sauvetage, puis de la socialisation forcée des pertes des caisses d'épargne privées (Savings and Loans) et plus spectaculairement encore lors de l'annonce en septembre 1998 de la défaillance possible du Hedge Fund LTCM à hauteur de 200 milliards de dollars d'engagement, plus l'équivalent des dettes de l'ensemble des pays asiatiques en crise.

Il est évidemment indispensable de poser les catégories « liquidité » et « marché financier » avec toute l'abstraction qui sied à des notions aussi importantes. Mais il est tout aussi crucial de revenir très vite à l'analyse de leurs fondements politiques et sociaux. Il faut peut-être expliquer plus vite et clairement que ne le fait André Orléan, quelles forces sociales ont permis à ces artefacts sociaux de naître et de se renforcer à partir de la fin du 19ème siècle jusqu'au krach de 1929 et à la Seconde guerre mondiale[10].

[10] William Lazonick et Mary O'Sullivan (voir *Financial History Review*, vol 4, n°1, 1997), ont montré que dans le cas des Etats-Unis, le marché boursier n'a pris son essor qu'à la fin du 19° siècle, au moment où des entrepreneurs-propriétaires individuels ayant créé et consolidés des entreprises selon une trajectoire tout à fait « schumpétérienne » ont décidé d'en tirer des gains financiers importants en vendant

De même qu'il faut expliquer quelles institutions (notamment l'Etat) et quelle situation politique ont permis aux marchés financiers de resurgir progressivement dans les années soixante-dix et quatre-vingt, avant de s'étendre internationalement à la faveur de la libéralisation et la globalisation financières. Je suis sûr que cela se fera bientôt à l'occasion des travaux de recherches que le livre d'Orléan ne manquera pas d'inspirer[11].

La vision critique de la relation épargne-marchés financiers chez Keynes

La liquidité offerte par les marchés financiers a toujours été justifiée par le rôle positif qu'elle aurait sur une offre d'épargne indispensable à l'investissement. La liquidité y contribuerait par son effet apaisant sur « *les nerfs des investisseurs* ». André Orléan fait état de l'argument, tout comme le faisait Keynes. Mais Keynes, me semble-t-il, était plus critique de l'épargne et de sa relation supposée avec l'investissement que ne l'est André Orléan. Keynes a donc proposé des formes de financement originales, dans lesquelles les détenteurs de ressources financières se verraient rémunérés pour l'emploi de ces ressources, mais niés le droit de changer tout le temps et à leur guise la composition de leurs portefeuilles. Rappelons que pour Keynes « *un acte d'épargne individuelle signifie – pour ainsi dire – une décision de ne pas dîner aujourd'hui. Mais il n'implique pas une décision de commander un dîner ou une paire de chaussures une semaine ou une année plus tard* »(Théorie générale, édition Payot de 1949, page 226). On sait également que l'épargne est pour lui une variable déterminée *ex post*. Son montant dépend du niveau de l'investissement et de l'emploi. Le niveau de l'épargne dépend aussi d'une configuration particulière de la répartition des revenus : qui conduit une partie de la population à ne pas commander de dîners, donc à épargner, parce qu'elle est gavée (théorie de la propension marginale à consommer), alors qu'à l'autre bout de l'échelle sociale, une autre connaît les privations permanentes, quand ce n'est la misère dans les formes où celle-ci est vécue à différents niveaux de développement économique et social.

Calmer les nerfs des investisseurs coûte que coûte n'est pas la préoccupation essentielle de Keynes, surtout si les marchés financiers soumettent l'économie à des risques de récessions graves à la suite de krachs boursiers. Dans un passage qui est peu commenté (même par André Orléan), Keynes se demande donc si « *le seul remède radical aux crises de confiance qui affligent la vie économique moderne serait de restreindre le choix de l'individu à la seule alternative de consommer son revenu ou de s'en servir pour faire fabriquer l'article de capital qui, même avec une faible évidence, lui paraît être l'investissement le plus intéressant qui lui soit offert. Peut-être, à certaines occasions, lorsqu'il serait plus de coutume harcelé par des doutes au sujet de l'avenir, l'incertitude le conduirait à consommer plus et à investir moins. Mais on éviterait par*

---

une partie du capital de ces firmes sous forme d'actions. Les actionnaires – ménages ou institutions financières – ont bénéficié des innovations faites avant leur acquisition de titres, mais le marché boursier du 19° n'a pas été une source importante de financement de l'investissement ou de la R-D (pas plus qu'il ne l'est aujourd'hui). On reconnaît là la situation qu'on rencontre aujourd'hui lors de la privatisation par émission d'actions en Bourse de grandes entreprises publiques de technologie avancée (télécommunication, aérospatial, etc.). En revanche, ce que la formation ou l'extension en Bourse d'un marché des entreprises permet, c'est de lancer le mouvement de concentration à très grande échelle. Ce fut le cas aux Etats-Unis entre 1890 et 1910, comme ce l'est aujourd'hui.

[11] Plusieurs articles dans ce numéro de « *L'Année de la régulation* » montrent à quel point des mesures gouvernementales et incitations fiscales ont contribué, en France bien sûr mais aussi aux Etats-Unis, à alimenter les marchés financiers en fonds. Ce sont de telles mesures qui ont aidé la liquidité de s'affermir avant que ne les mécanismes d'auto-alimentation ne prennent leur essor.

ce moyen les répercussions désastreuses, cumulatives et presque illimitées du fait que les personnes envahies par le doute peuvent s'abstenir de dépenser leur revenu d'une façon ou d'une autre »(*op.cit*, page 176). La Théorie générale est un réquisitoire contre *l'accumulation patrimoniale*. Keynes était en faveur d'un « *certain degré d'individualisme* » (page 389) et donc d'inégalités. Il était raisonnable selon lui de conserver l'aiguillon de rémunérations différentes et de récompense du risque entrepreneurial lorsqu'il était authentique, mais la politique qu'il esquisse dans ce passage comme dans celui où il est question de l'euthanasie souhaitable du rentier, est de n'ouvrir aux individus ou ménages aisés que deux possibilités, celle de consommer (voir son éloge de la Fable des Abeilles de Mandeville) ou celle de recevoir une rémunération pour un *investissement immobilisé*.

Il est évident que dans l'état d'euphorie actuelle concernant le succès et les bienfaits de l'accumulation financière et de conjoncture politique de légitimation des patrimoines et des revenus qu'ils procurent sous forme de dividendes et d'intérêts, les positions de Keynes n'ont aucune chance d'être entendues. Elles sont aussi étrangères au contexte idéologique actuel que des mesures portant sur les façons de contrôler socialement l'usage des moyens de production. Il faudra un krach financier majeur avant que la politique esquissée par Keynes (dont l'intention et la portée sont assez voisines de la Taxe Tobin) ait la moindre chance d'être défendue avec succès par ceux qui voudraient toujours trouver les voies d'un capitalisme « raisonnable » qui organiserait l'euthanasie des rentiers.

Le monde clos de l'autoréférentiel, seconde dimension de l'autonomie

« L'artefact social » du marché secondaire de titres permet à ses participants de construire leur monde propre, un monde où les fétiches règnent sans partage. C'est ainsi que « *la logique financière se clôt sur elle-même et devient auto-référentielle : la rationalité économique faute d'être ancrée dans une médiation sociale qui en détermine la finalité, dégénère en rationalité mimétique* » (page 254). On se trouve ici en présence de l'autonomie de la finance dans sa seconde dimensions, comme mode de fonctionnement d'une institution qui vit très largement sinon complètement en vase clos. C'est là qu'André Orléan situe le talon d'Achille de la finance. C'est dans son extraordinaire capacité à se rendre imperméable pendant de longues périodes à ce qui se passe dans le monde situé à l'extérieur, que se forment les conditions des krachs boursiers. André Orléan n'hésite pas à annoncer pour une date indéterminée mais tout de même pas très éloignée, une « *correction de grande ampleur* » (page 260), qui aurait alors peut-être comme conséquence (entre autres effets) de détruire une partie de la capitalisation factice et de poser au grand jour la validité douteuse d'un régime d'accumulation ayant la valorisation patrimoniale comme fondement. Les ingrédients immédiats de ce krach possible, sinon probable sans qu'on puisse en prévoir ni l'ampleur ni la date, sont « *le mimétisme des gérants de l'épargne collective, l'autorenforcement des dynamiques financières et la myopie des anticipations conventionnelles* »(page 260).

La vulnérabilité de l'autonomie des marchés naît du fait que la liquidité repose sur des mécanismes de cotation des titres fondés sur les évaluations subjectives des tenants du marché et des investisseurs. Les évaluations se forment dans des conditions où ce qui domine est « *la rationalité autoréférentielle* ». Le niveau des cours qui émerge de la confrontation interne entre participants à la valeur d'un consensus qui cristallise

l'accord des participants au marché, mais ce processus a lieu dans des conditions où « *l'autoréférentialité des interactions fait émerger une opinion commune par le seul jeu de l'autoréalisation des croyances, non parce qu'elle est intrinsèquement vraie, mais parce que tout le monde croit qu'elle est vraie* » (page 84).

Ici on retrouve des notions – le rôle des conventions, la puissance des mécanismes conduisant à des comportements mimétiques et la myopie profonde des marchés -- sur lesquelles Orléan travaille depuis longtemps déjà et a beaucoup publié. Mais dans ce nouveau livre, le cadre de la théorie de l'autonomie de la finance en renforce l'énoncé considérablement. La présentation de ce qui sépare « *la rationalité autoréférentielle* » d'une « *rationalité fondamentaliste* » (celle qui serait construite sur l'examen des fondamentaux) est faite avec grande clarté. Dans la représentation théorique qui nous est proposée ici, on trouve deux niveaux ou deux étages, celui de l'autoréférentiel producteur de mimétismes et celui de la production de conventions sous-jacentes au choix des investisseurs. Un exemple de celle-ci serait la « convention marchés émergents » qui veut (ou qui a voulu) que les marchés financiers libéralisés et déréglementés des pays en développement sont (étaient) des marchés en croissance où des gains financiers élevés peuvent (pouvaient) être faits avec une assez grande sécurité. L'exemple suivant qui a encore du vent dans les voiles, mais qui laisse beaucoup d'observateurs extérieurs au marché, très sceptique (voir les nombreux articles parus dans The Economist depuis neuf mois), est la « convention valeurs Internet ». Comment expliquer la formation et la consolidation de ce type de conventions et leur vigueur face à des faits qui devraient en saper la crédibilité (absence de profits et donc de dividendes, chiffres d'affaires virtuels) ? Le recours à des campagnes de « communication » très bien montées y est certainement pour beaucoup.

Pouvoir de la finance et viabilité du régime d'accumulation

Orléan s'écarte, me semble-t-il, de Keynes chaque fois qu'il cherche les conditions de ce krach *plus* dans le fonctionnement intrinsèque des marchés et leur autoréférentialité que dans les conditions macro-économiques engendrés par les prélèvements faites par la finance sur la richesse sociale. L'intérêt qu'André Orléan porte au fonctionnement des marchés financiers– on peut même dire sa fascination – sont tels qu'il finit par se laisser prendre au piège. Il fait à certains moments comme si l'analyse du régime d'accumulation actuel et de sa viabilité, de même que l'interprétation des crises économiques et financières des années quatre-vingt-dix, pouvaient être ramenées pratiquement aux seuls problèmes de l'auto-clôture des marchés financiers et aux phénomènes de myopie qui en résultent. Lorsque André Orléan constate qu'il y a une « *incomplétude radicale de l'ordre financier, une incapacité de sa part à s'autoréguler et à produire des références stables et pertinentes qui permettraient un développement équilibré de l'accumulation* » (page 254), on se demande s'il n'est pas en train de nous suggérer que si les marchés financiers n'étaient pas myopes et toujours enclins à des « sur-réactions», le régime d'accumulation dominé par la finance serait viable. Force est de poser la question. On est surpris de voir André Orléan, emporté par sa recherche sur les comportements des marchés, soutenir que la crise mexicaine et les crises asiatiques auraient été avant tout des exemples de «*causalité inversée, qui va de la finance aux fondamentaux, à travers laquelle les conventions financières se voient partiellement autoréalisées* » (page 158). Or si la rigidité intrinsèque aux conventions dont les investisseurs s'emparent pour étayer leurs stratégies de placement les pousse à réagir de façon brutale et « excessive» (« markets always over-react » constatent tristement les

spécialistes après chaque effondrement des marchés des changes et des titres de toute sorte), de sorte qu'ils provoquent l'effondrement du système de crédit, ce qui déclenche la récession tout de suite, qu'ils et ne sont pas loin d'emporter le système financier tout entier, la crise n'est jamais dans sa genèse seulement financière. C'est aussi une crise « réelle ». Au Mexique, les « fondamentaux » étaient passés à l'orange puis au rouge depuis des mois. Seule la « myopie » confortée par la convention ont conduit les investisseurs à l'ignorer, plus le fait de savoir qu'ils pouvaient à tout moment faire retraite vers Wall Street où la liquidité leur est garantit autrement sérieusement.

On est d'autant plus pris à contre-pied que le chapitre IV s'ouvre par une définition des enjeux macro-économiques et macro-sociaux qui est d'une clarté et d'une force très grandes : « *Le marché de la dette est la représentation théorique de ce rapport de forces entre créanciers et débiteurs. (….) Le taux de l'intérêt exprime l'intensité de ce rapport de forces et, par conséquent, la capacité du pouvoir créancier à s'approprier par ce biais une partie de la richesse créée par les entreprises et les salariés. Mais le créancier peut exiger plus : il peut demander à participer au contrôle de l'entreprise ; il peut prétendre à un partage de la propriété même du capital. Ce faisant, le pouvoir abstrait de l'argent se transforme en un pouvoir effectif sur la production, sur l'investissement et sur le salariat.(….) La question qui doit être posée est celle de l'efficacité d'une telle transformation : le pouvoir créancier a-t-il les compétences requises pour mener à bien cette transformation ? Est-il apte à assurer le développement régulier de l'activité productive ?* (page 194).

Orléan cherche la réponse à ces deux questions dans la nature des mécanismes par lesquels « le pouvoir abstrait de l'argent » parvient à se transformer « en pouvoir effectif sur la production » ? Ces mécanismes sont ceux de « *l'évaluation publique par le marché* », ainsi que de l'ensemble de routines mises au point depuis dix ans pour permettre à « *l'actionnaire minoritaire* » -- qui n'est pas le « petit porteur », mais le fonds de placement puissant (Fidelity, Calpers, Scottish Widdows), « minoritaire » parce que ne possédant « que » deux ou trois pour cent du capital d'un groupe industriel donné -- de pouvoir néanmoins surveiller la gestion de ce groupe jusque dans le détail. Un actionnaire « minoritaire » de ce type (le grand gestionnaire du fonds) est très certainement « apte » à maximiser la « valeur actionnariale » de son portefeuille, ainsi que les résultats de sa gestion comme « bon » gérant financier. Mais son « aptitude » s'arrête là. Il n'est pas « *apte à assurer le développement régulier de l'activité productive* ». Sur ce point André Orléan nous offre essentiellement une bonne synthèse des recherches critiques faites sur les conséquences du « corporate governance » et de la « valeur actionnariale » depuis quelques années. Il présente les résultats d'un certain nombre de recherches menées en économie industrielle (celles de François Morin par exemple) et en économie de la technologie (Lazonick et O'Sullivan). Il le fait très bien, avant de dire, à l'instar d'un certain nombre d'autres chercheurs critiques, qu'on peut avec la corporate governance, « *parler d'une « financiarisation de l'entreprise » au sens où on redessine l'organisation interne pour qu'elle se plie aux contraintes de la rentabilité boursière. On assiste à une soumission de la production aux principes de la liquidité financière : l'autonomie du capital comme immobilisation pourrait être totalement réduite et subordonnée à la liquidité* (page 216).

Orléan présente ensuite, également fort bien, les éléments essentiels relatifs à l'internationalisation du système du « corporate governance », mais il n'en tire pas de conclusion quant au degré d'internationalisation du régime d'accumulation

« financiarisé » et à la nécessité de dire que, sous certaines formes, il est bel et bien mondialisé. C'est là quelque chose que j'ai estimé indispensable de faire, et cela précisément en raison de la « globalisation financière ». Il m'a paru en effet difficile de considérer celle-ci comme une « aventure obligée » (Aglietta, Brender et Coudert, 1990), dont les impératifs s'imposent de façon contraignante à tous les pays, et ne pas faire l'hypothèse que la globalisation financière serait l'élément constitutif central d'un régime d'accumulation fortement différencié et surtout hiérarchisé, mais mondial par la force des impulsions projetées à partir du cœur du système[12]. L'ensemble est ordonné autour des trois pôles de la Triade, mais dans des conditions où les États-Unis en sont le pivot, ainsi que le lieu où naissent les phénomènes les plus contraignants (régime de taux d'intérêt réels positifs, pouvoir des actionnaires, etc.) auxquels les autres pays sont alors confrontés.

L'absence d'une référence forte aux dimensions systémiques mondiales de « l'accumulation financiarisée », explique peut-être pourquoi André Orléan ne parvient pas réellement à donner une conclusion nette à cette partie de son travail, pourtant fort bien documentée. Le lecteur sort convaincu que les marchés financiers ont une influence croissante sur l'orientation des décisions des groupes industriels et que le pouvoir actionnariale modifie le partage du profit, mais l'auteur ne lui fournit aucun élément de conclusion -- même à titre d'hypothèse supposant que des recherches complémentaires soient engagées -- sur des questions aussi cruciales que le niveau et le rythme de l'investissement, le taux de croissance ou le niveau de l'emploi. Les observations qui sont faites à divers endroits relatives aux Etats-Unis, notamment sa capacité d'attirer sans discontinuité les liquidités (« l'épargne ») qui préfèrent se placer à Wall Street plutôt que de s'investir dans la production ailleurs dans l'économie mondiale et qui renforcent en permanence les tendances haussières des cours, ne sont pas intégrées dans une vision unifiée de l'accumulation financiarisée comme étant, par bien des aspects, un processus mondialisé.

Pareillement, après avoir posé la capacité de la finance « *à s'approprier une partie de la richesse créée par les entreprises et les salariés* » et à affaiblir les possibilités d'action des Etats par le mécanisme de la dette publique, il est indispensable de s'interroger sur les conséquences que ce transfert de richesses va avoir sur les différentes composantes de la demande effective, ainsi que sur le rythme et le contenu de l'accumulation. Car qu'est-ce que la *Théorie générale* si ce n'est une théorie de l'équilibre de sous-emploi résultant de l'insuffisance structurelle de la demande effective et de la polarisation de la richesse, du pouvoir d'achat et du bien-être, dans un contexte de domination des marchés financiers ? Si l'on veut pousser la critique du régime d'accumulation « financiarisé » à son terme, en établir l'absence de viabilité comme système mondialisé et cerner les conditions très particulières de son fonctionnement récent comme régime de croissance pour les Etats-Unis, il faut s'attaquer à l'analyse des conditions et des limites du « bouclage macro-économique » propre à ce régime. Il faut commencer par dire à quel niveau d'emploi et de salaires, pour combien de temps et pour combien de pays au monde, la demande des rentiers (catégorie qui inclut les anciens salariés bénéficiaires des fonds de pension par capitalisation), couplée avec les « effets

[12] Je me permets de renvoyer ici à la seconde édition de *La mondialisation du capital*, Editions Syros, 1997, ainsi qu'à un article, L'émergence d'un régime d'accumulation à dominante mondial à dominante financière, *La Pensée*, n° 309, janvier 1997. Une actualisation de ma présentation se trouvera dans Chesnais F. et Plihon D. (coord.), *La finance contre la croissance*, Editions Syros, à paraître au premier trimestre 2000.

richesse » dérivés des plus-values financières acquises sur des marchés continuellement haussiers, pourrait assurer un équilibre de croissance minimale en dehors de quoi la « *la rationalité autoréférentielle* » des marchés financiers reste suspendue en l'air et marche droit vers le krach boursier. Le très grand mérite d'André Orléan est de nous permettre de poser ces enjeux théoriques et politiques de façon beaucoup plus claire qu'avant. Les « manques » de son livre se transforment ainsi en autant de chantiers ouverts à tous les participants et lecteurs de *l'Année de la Régulation*.

La liquidité n'a pas la même valeur à Bangkok qu'à Wall Street

Pourquoi les crises les plus graves que le régime d'accumulation mondialisé et à dominante financière a connu, se sont-elles déroulées au Mexique et en Asie du Sud-Est (et aussi à un degré moindre au Brésil, en Argentine et dans d'autres pays d'Amérique du Sud) ? Les causes doivent être cherchées dans le caractère fortement hiérarchisé de la mondialisation, dont l'architecture correspond principalement aux besoins de valorisation de capitaux concentrés appartenant aux pays avancés. André Orléan aborde certaines des causes de crise de façon lucide et combative lorsqu'il souligne que dans la responsabilité des crises mexicaine et asiatique, « *c'est du côté des créanciers qu'il faut aller voir, c'est l'excès des mouvements de capitaux qu'il faut comprendre : d'abord, l'excès dans les entrées de capitaux qui conduit à un surinvestissement financier au début des années 1990, puis l'excès, tout aussi massif, dans les sorties de capitaux qui plonge les pays concernés dans une crise extrême* » (page 186). On peut faire un pas de plus et expliquer les facteurs qui sous-tendent ces deux « excès ». L'excès de mouvements de capitaux à l'entrée est le résultat de l'accumulation dans les pays développés de concentrations financières nées de « *la capacité du pouvoir créancier de s'approprier une partie de la richesse créée par les entreprises et les salariés* ». De leur côté, les « excès à la sortie » me semble tenir au caractère très sélectif de la « vraie liquidité », laquelle ne se rencontre que dans un nombre très limité de pays capitalistes situés au cœur du système financier.

Une lecture attentive du livre d'Orléan révèle que la défense de la liquidité ne se pose pas de la même manière selon qu'il s'agit de Wall Street ou d'un marché financier « émergent ». Aussi bien la conviction de l'engagement « endogène » que la force des garanties exogènes y diffèrent radicalement, les deux aspects étant bien entendu liés. La liquidité dit Orléan, « *repose sur l'engagement tacite de la communauté financière à prendre en charge la totalité du capital. (….) Chacun ne peut se sentir libre d'acheter ou de vendre les titres que parce qu'il sait qu'in fine le marché absorbera tous les titres émis. (…) cet engagement est d'une nature tout à fait singulière puisque personne en particulier n'est réellement engagé. (Il) n'en est pas moins réel et contraignant au sens où les investisseurs, en tant que groupe, sont absolument tenus par cet engagement. C'est ce que révèlent puissamment les crises. Il y a crise précisément parce que le marché refuse de faire face à cet engagement* » (page136).

Face aux exigences d'engagement ainsi définies, force est de constater que la liquidité dans ce sens très fort, presque absolu du terme, ne se rencontrera que dans un nombre extrêmement réduit de marchés. Les marchés financiers de la plupart des pays, pas seulement du Sud mais aussi de pays comme la France, ne satisfont pas et ne satisferont jamais les conditions définies dans la citation qui vient d'être faite. L'expérience montre, qu'il s'agisse du Mexique ou des pays d'Asie du Sud-Est, que les investisseurs institutionnels nationaux ou étrangers, *Hedge Funds* ou fonds plus « respectables »,

n'ont pas montré le moindre engagement à l'égard des marchés de ces pays et qu'ils n'ont pas eu la plus petite hésitation à s'en retirer. La raison que j'en donne est que, pour les investisseurs étrangers, le retrait de leur « engagement à l'égard du marché » n'est assorti d'aucune pénalité qui les touche tant soit peu gravement. Pour eux le retrait ne signifie pas l'effondrement de la liquidité. Celle-ci continue à leur être pleinement garantie dans leur marché financier d'origine. Là son existence est une garantie pour les investisseurs au moment de s'investir à l'étranger. Elle a valeur d'aléa moral. Les investisseurs savent qu'après avoir d'abord exploité, puis ensuite ravagé par leur départ des marchés financiers subordonnés, ils peuvent tranquillement trouver refuge dans leurs bastions, là où la FED montera en ligne pour les défendre aussi longtemps qu'elle le pourra. Il ne peut y avoir « engagement à l'égard du marché » que pour autant que *tous* sachent que le retrait peut avoir des conséquences très sérieuses pour l'ensemble du marché comme pour les économies dont le fonctionnement en dépend le plus. Mais lorsque c'est le marché financier de la Thaïlande ou de la Malaisie que ces investisseurs fuient, ils savent que ce sont d'autres qui en paieront les conséquences, que ce soit en termes de pertes financières irréversibles, d'effondrement du crédit bancaire et surtout de récession économique par enchaînement des faillites.

Orléan reconnaît implicitement le caractère fortement hiérarchisé des marchés financiers, lorsqu'il introduit tout d'un coup la notion de « société développée », ce qui signifie a contrario qu'il y a des sociétés qui ne le sont pas, tout au moins du point de vue de la théorie de la liquidité : « *Dans une société développée, la crise n'atteint que rarement de telles extrémités.(…) Si cette garantie ultime ne s'exerce que dans des phases critiques, très rares dès lors que le capitalisme s'est suffisamment développé, c'est parce que la liquidité repose également sur un processus de confiance endogène qui fait de la demande de conversion de la liquidité financière en monnaie une exception* » (page 137). La demande de conversion est une exception sous cette forme « ultime » où elle signifierait (signifiera) une demande de conversion en dollars [13]. En revanche, elle se produit fréquemment sous la forme de conversion des titres de marchés financiers de second ou de troisième rang en devises fortes, au moment où les investisseurs se retirent de marchés financiers qu'ils jugent risqués ou vulnérables. Cette forme de « demande de conversion en monnaie » par des investisseurs qui ne se sentent aucune espèce « d'engagement à l'égard du marché » est constitutif de la fragilité systémique endémique du système financier « globalisé », notamment depuis la libéralisation et la déréglementation à marche forcée des marchés « émergents ».

Des crises dues autant à la libéralisation des échanges qu'à celle de la finance

En mettant l'accent exclusivement sur la finance, fût-ce de façon très critique, Orlén donne une interprétation qui sous-estime les impacts macroéconomiques de la libéralisation des échanges et de l'IDE sur les pays « émergents ». Il soutient à juste titre qu'un « *pays qui se voit soudainement submergé par les capitaux étrangers, que ce soit sous forme d'investissement de portefeuille, de crédits bancaires ou d'émissions obligataires, verrait assurément sa monnaie s'apprécier, sa compétitivité s'amoindrir, son déficit extérieur se creuser, le prix de ses actifs augmenter et des bulles spéculatives se former ; ce qu'ont connu les économies émergentes mexicaine ou asiatiques* » (page 186). Peut-on pour autant proclamer que « cela ne dépend en rien des fondamentaux » ? Peut-on dire de la crise mexicaine qu'elle est un exemple d'une « *causalité inversée, qui*

[13] Voir Marx livre III chapitre XXXII sur la demande de conversion en argent à un moment où le capital-argent se valorise principalement sous forme de crédit bancaires et de prêts

va de la finance aux fondamentaux, à travers laquelle les conventions financières se voient partiellement autoréalisées » (page 158) ? Je ne le pense pas. Les fondamentaux mexicains étaient mauvais. Ils s'étaient dégradés sous les effets de la libéralisation commerciale et de la concurrence que l'industrie mais aussi l'agriculture ont subi de la part des entreprises et de l'agro-industrie américaines, de même que sous l'effet du déficit budgétaire. Il est indiscutable que la myopie et le comportement moutonnier des investisseurs financiers -- mais surtout je crois l'absence de tout « engagement collectif » de leur part à l'égard du marché financier mexicain – ont « *produit une correction dont l'ampleur a été excessive* » (page 160), entraînant l'effondrement du change comme du marché financier et provoquant la récession. Mais la dévaluation du peso de Noël 1994 qui a suscité l'effondrement du marché a *également* été la conséquence de la libéralisation commerciale et financière.

La même remarque vaut pour l'Asie du Sud-Est. Dans le cas de la Thaïlande et de la Malaisie notamment, la dégradation de la balance commerciale a été, comme au Mexique, l'un des détonateurs immédiats des crises. Dans ce processus on retrouve les conséquences de la libéralisation commerciale comme celle de la finance. La dégradation de la balance s'est faite du côté des importations aussi bien que des exportations. L'ancrage au dollar qui a été la pré-condition de la libéralisation financière[14], porte une responsabilité indéniable dans la baisse des exportations. Il nous met en présence d'une contradiction dont « le pouvoir de la finance » porte la responsabilité directe. Les priorités de " l'industrie " et de la " finance " ne sont pas les mêmes. Si féroce que soit l'exploitation de la force de travail dans ces pays, celle-ci ne permet pas de compenser les effets d'un taux de change ancrée à une monnaie infiniment plus forte. Pour la Thaïlande ou l'Indonésie, exporter en Asie avec le Japon comme concurrent était une chose lorsque le dollar valait 100 yens (début 1996) et une autre lorsqu'il est monté à 140 yens (milieu 1997). La hausse des importations, de son côté, a eu trois causes : l'accroissement des achats de biens de consommation " haut de gamme " étrangers qui a suivi la prospérité factice engendrée par l'hypertrophie de la finance ; de la pénétration accrue des entreprises des pays avancés à productivité élevée ; enfin des importations de biens d'équipement et de demis produits par les sociétés transnationales. Un degré de libéralisation des échanges moindre aurait retardé les crises et en aurait certainement atténué la sévérité.

Le régime d'accumulation à dominante financière est marqué simultanément par le pouvoir de la finance et par la vulnérabilité engendrée par l'autonomie partielle et close qu'André Orléan nous aide à mieux comprendre. De ce fait, c'est de la sphère financière que vont désormais surgir, à peu près nécessairement, les causes immédiates, directes, de déclenchement des crises et des récessions économiques. Alors que le facteur « déclenchant » de la récession de 1974 s'est produit sur un marché de matières premières (le « choc pétrolier »), à l'avenir ce seront des « chocs financiers » qui joueront ce rôle. Mais face à des crises économiques aussi fortes que la crise qui a englobé une part importante de l'Asie du Sud-Est, il n'est pas possible d'attribuer à la seule finance la responsabilité de crises dont la racine se situe dans les rapports de production et de répartition, nationaux et entre pays. Une approche analytique critique

[14] La libéralisation financière s'est accompagnée de l'adoption par les pays de la région de taux de change ancrés au dollar. En effet, les investisseurs financiers ne se satisfont jamais de la seule ouverture des marchés par libéralisation financière. Avant qu'ils ne viennent se placer dans un pays il leur faut des garanties de rentabilité et de sécurité *supplémentaires*, qui incluent l'ancrage de la monnaie locale selon un taux de change fixe avec une grande monnaie internationale.

complète exige qu'on en recherche les causes, non dans les seuls mécanismes de l'autonomie de la finance, mais dans les fondements du régime d'accumulation contemporain pris comme un tout. L'apport d'André Orléan permet d'espérer qu'il y contribuera, en resserrant d'avantage la définition des conditions de l'autonomie de la finance et en poussant plus loin l'analyse des contradictions et des blocages qu'elle engendre au niveau de l'investissement, de la production et de la répartition.

Les fonds salariaux échapperaient-ils à la logique des marchés ?

J'espère avoir convaincu tous les lecteurs de *L'Année de la régulation*, y compris et d'abord ceux qui ont des réticences face à la finance, de l'importance du livre d'Orléan et de la nécessité de le lire sans plus tarder. Reste à relever les réflexions qu'il nous livre en conclusion à propos des fonds de pension syndicaux. Dans le corps de son analyse, Orléan boucle l'un des nombreux développements consacrés à la myopie collective des marchés et au comportement moutonnier de *l'ensemble* des gestionnaires de fonds, en indiquant que « *l'épargne collective n'apparaît pas comme un contrepoids qui viendrait limiter les engouements mimétiques du marché et son autoréférentialité. Au contraire, on peut penser qu'elle joue un rôle d'amplificateur des revirements du marché de par son suivisme* » (page 229). C'est donc avec étonnement et perplexité, qu'on voit Orléan se demander au moment de conclure, si une gestion paritaire des fonds de pension en France permettrait de surmonter l'incapacité radicale de la finance d'œuvrer dans le sens d'un développement équilibré et soutenable de l'accumulation. Il s'y prend à deux fois. Après avoir soulevé la question à la page 257 et donné de façon tout à fait claire une réponse négative, il se croit obligé d'évoquer en conclusion, alors que son livre a démontré le contraire, l'idée que des fonds salariaux pourraient se fixer l'objectif de « *faire prévaloir une perspective de long terme respectueuse de la rentabilité économique et de l'emploi* » (page 263). Commentaire à lire au second degré, à ne pas prendre au pied de la lettre ? Expression du « pouvoir de la finance » sur l'horizon des auteurs les plus critiques ? En tous les cas quelque chose qui brouille tout d'un coup une analyse par ailleurs si éclairante.